

Cintac S.A.

Análisis de Riesgo

Clasificaciones

Escala Nacional

Deuda Largo Plazo	A(cl)
Línea de Bonos	A(cl)
Acciones	Nivel 4(cl)

Outlook

Nacional Largo Plazo	Estable
----------------------	---------

Resumen Financiero

Cintac S.A.

USD 000	31/12/2013	31/12/2012
Ventas	360.778	378.454
EBITDA	25.021	32.081
Margen de EBITDA (%)	6,9	8,5
Flujo Generado por las Operaciones	4.243	41.392
Flujo de Caja Operativo	56.814	4.042
Flujo de Caja Libre	42.194	(25.682)
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	5,2	5,2
Deuda Total/EBITDAR	5,2	5,1

Informes Relacionados

Outlook 2014: Sector Corporativo Chileno (Enero 2014)

Perspectiva 2014: Empresas No Financieras de Latinoamérica (Diciembre 2013)

Analistas

Alejandra Fernández
+56-2-499 3323
Alejandra.fernandez@fitchratings.com

Jay Djemal
+1-312-368-3134
jay.djemal@fitchratings.com

Factores Clave de la Clasificación

Clasificación Accionaria se Ajusta a la Baja: La clasificación de acciones de Cintac S.A. (Cintac) fue ajustada a la baja como consecuencia de la casi nula liquidez experimentada durante el año terminado el 31 de marzo de 2014. A esa fecha, la capitalización bursátil alcanzó USD100 millones (USD205 millones al 28 de febrero de 2013), la presencia llegó a un 1,4% (11%), mientras que los volúmenes diarios promedio transados fueron de USD40 en el último mes (USD38 mil) y USD1.400 en el último año (USD66 mil).

Fuerte Involucramiento de CAP en Administración Financiera: Las clasificaciones se fundamentan en el respaldo de su principal accionista CAP S.A. (CAP) ('AA-(cl)'/ Outlook Estable), con una participación del 61,96% en la propiedad de la compañía. CAP está fuertemente involucrada en la administración financiera de su subsidiaria y favorece el amplio acceso de Cintac a fuentes de financiamiento en condiciones favorables. También es relevante en su actual clasificación su fuerte posicionamiento de mercado, siendo la compañía líder en su industria, además de la adecuada diversidad de productos que le otorga ventajas competitivas.

Riesgo de Inventario y Alta Competencia: Entre los elementos que restringen su clasificación se consideran: los altos requerimientos de capital de trabajo y el riesgo de inventario asociado a la volatilidad de los precios del acero, materia prima que representa sobre 80% de los costos de producción. Además, la clasificación considera la sensibilidad de los resultados de la compañía a la evolución de los indicadores macroeconómicos, el riesgo de pertenecer a una industria competitiva, con oferta importada y productos sustitutos que en el último tiempo han contribuido a erosionar los márgenes del negocio.

Indicadores Financieros Débiles para su Nivel de Clasificación Actual: Los indicadores crediticios de la compañía son débiles para su nivel de clasificación. A diciembre de 2013, el EBITDA fue de USD25 millones (USD32 millones en 2012 y USD42 millones en 2011). Este deterioro operacional fue resultado de la baja en el precio del acero y afectó a la mayor parte de la industria. No obstante, las métricas crediticias se mantuvieron estables con respecto a 2012 debido a la baja de la deuda financiera, específicamente cartas de crédito que fueron reemplazadas por un mayor volumen de crédito de proveedores. A fines de 2013, su relación Deuda Financiera / EBITDA alcanzó 5,2 veces (x) (5,1x en 2012 y 3,2x en 2011).

Covenant de Deuda Presionado: Fitch ve que la compañía sigue enfrentando un indicador de endeudamiento ajustado en relación al covenant establecido en su deuda bancaria, por lo que valora el apoyo de su matriz CAP en caso que requiera una nueva exención para la modificación de los niveles exigidos.

Crecimiento en Perú Compensaría Desaceleración en Chile: Para 2014, la compañía proyecta una leve baja en las ventas en Chile como resultado de una eventual desaceleración en el crecimiento económico y sus efectos en los niveles de actividad industrial y en el sector construcción. No obstante, parte de esa baja podría ser parcialmente compensada por un crecimiento esperado por sobre un 30% en las ventas en Perú. Este mercado muestra márgenes mayores que Chile a pesar de una incursión creciente de importaciones chinas. Lo anterior, unido a las proyecciones de la compañía de una menor fluctuación a la baja en el precio del acero, permitiría aumentar su generación EBITDA. Fitch estima que a fines de 2014 el indicador de Deuda Financiera/EBITDA estaría en torno a las 4,5x.

Sensibilidad de la Clasificación

Debilitamiento del Apoyo de su Matriz: Las clasificaciones de la compañía podrían verse afectadas negativamente de evidenciarse un debilitamiento en el respaldo de su controladora, o si no logra fortalecer sus indicadores de endeudamiento que actualmente se mantienen en torno a las 5x.

Mejora Estructura de Capital: A su vez, las clasificaciones podrían fortalecerse en la medida que Cintac mejorara su estructura de capital, reduciendo su apalancamiento.

Crterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas no Financieras \(Julio 3, 2013\)](#)

[Vnculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Julio 3, 2013\)](#)

[Metodología de Clasificación de Acciones en Chile \(Julio 3, 2013\)](#)

Perfil Financiero

Liquidez y Estructura de Capital

Al 31 de diciembre de 2013, Cintac mantenía una deuda financiera de USD130,5 millones, concentrándose un 69% en el corto plazo (USD90,5 millones) y encontrándose representada por deuda bancaria. La deuda de corto plazo corresponde en un 85% a cartas de crédito y la deuda de largo plazo, casi en su totalidad, corresponde a deuda bancaria. Cintac dispone de un buen acceso a la banca local. Al 31 de diciembre de 2013, Cintac mantenía USD12,8 millones en caja y valores líquidos. La compañía históricamente no mantiene saldos de caja relevantes.

A fines 2013, la deuda financiera de Cintac mostró una baja de 20% con respecto a 2012 debido al aumento de financiamiento por parte de proveedores. Esto último permitió reducir el volumen de cartas de crédito. Otro elemento que contribuyó a la baja de deuda fue el término de la producción de acero plano por parte de CAP que implicó la incorporación de nuevos proveedores con plazos de financiamiento más largos que los que ofrecía CAP.

La compañía refinanció deuda de corto a largo plazo por USD60 millones, de los cuales USD45 fueron a fines del 2012 y los otros USD15 millones se concretaron los primeros días de enero de 2013.

Junto al refinanciamiento se logró que el covenant que restringía el indicador Deuda Financiera Neta/EBITDA a un máximo de 3,5x, pasara a ser medido a fines de diciembre de 2013. Sin embargo, a esa fecha la exigencia financiera no pudo ser cumplida, por lo que se solicitó una exención en su medición (waiver) que fue aprobada hasta diciembre de 2014. Fitch estima que a esa fecha, la compañía seguirá mostrando un indicador ajustado en relación a la restricción impuesta.

Análisis Flujo de Caja

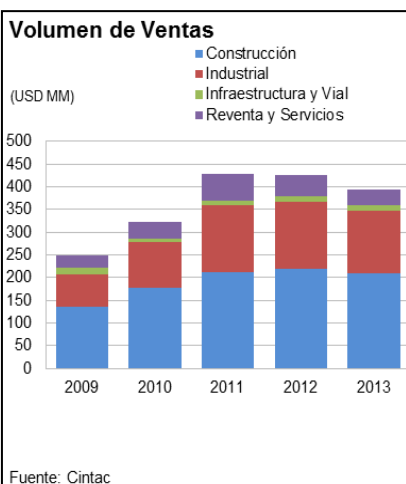
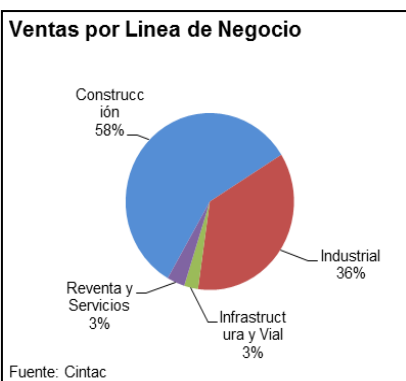
Durante el año 2013, los ingresos de Cintac disminuyeron un 4,7% con respecto al año anterior, llegando aproximadamente a los USD361 millones. En 2013, la compañía acumuló una venta física de 342 mil toneladas, lo que significó un aumento de 1% comparado al año anterior, cuando se vendieron 339 mil toneladas. Por otra parte, el precio promedio de venta exhibió una baja de 5,6% respecto al período anterior, resultado del menor costo del acero (1.086 USD/TM al cuarto trimestre de 2012 versus 1.018 USD/TM en el mismo período del año 2013).

En cuanto a la composición de sus ingresos, durante 2013 el 58% de las ventas de Cintac provenían del sector construcción, cuyas ventas acumularon USD208.5 millones (US\$219 millones en 2012). Dicho segmento exhibió una baja en ventas, disminuyendo un 4,8% respecto al período anterior, producto de la baja en el precio de venta por una baja en el precio de la materia prima.

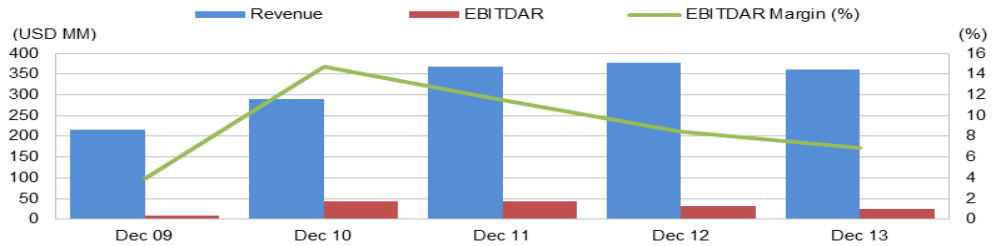
El sector industrial representó un 36% de los ingresos de la compañía acumulando ventas por USD130.3 millones (USD148 millones en 2012) lo que representa una baja de 12% con respecto al año anterior.

El segmento infraestructura y vial disminuyó un 1,4% con respecto al año anterior con USD9,6 millones impactado por la menor ejecución de inversiones rurales y pistas concesionadas. Las ventas del sector representaron un 2,7% de las ventas totales.

Finalmente, el sector de reventa y servicios representó un 3,4% de las ventas de Cintac, acumulando ingresos por USD12.9 millones lo que representa una baja de 3,4% con respecto al año anterior. La gran mayoría de este segmento corresponde a la venta de subproductos.



Desempeño Financiero — Anual

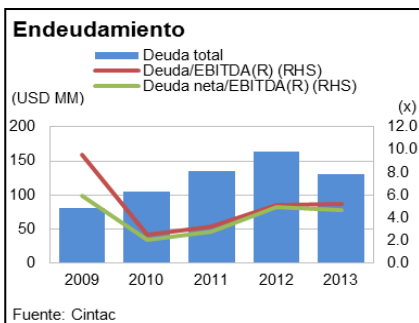


Fuente: Cintac

A pesar que la compañía registró una disminución de 3,9% respecto a 2012, en su costo de venta el EBITDA cayó un 22% alcanzando USD25 millones y el margen EBITDA decreció a un 6,9% desde un 8,5%, todo debido al efecto de la disminución del precio del acero.

Al cierre del 2013, la compañía exhibió un salto en su flujo de caja operativo (CFO) el cual llegó a USD56.814 millones por una gran liberación de requerimientos de capital de trabajo por USD52,5 millones. La razón fue el mayor financiamiento a través de crédito proveedores a 90-120 días, el cual reemplazó cartas de crédito. Adicionalmente, la compañía repartió dividendos por USD3,7 millones y realizó inversiones por USD10,95 millones, lo que originó un flujo de caja libre (FCF) positivo por USD42.2 millones.

Al cierre del 2013, Cintac obtuvo un indicador de Deuda Financiera/EBITDA de 5,2x, comparado con 5,1x en 2012, y una cobertura de EBITDA / Gasto Financiero de 5,2x en 2013. Los indicadores se mantienen a pesar de la baja en el EBITDA por el reemplazo de deuda corta por crédito proveedores.



Fuente: Cintac

Perfil de la Empresa

Cintac S.A. y sus filiales constituyen un holding de compañías productivas dedicado a la producción y comercialización de diversos productos derivados del acero para abastecer principalmente a la industria de la construcción, tanto habitacional como comercial e industrial.

Cintac S.A. es controlada en un 61,96% por CAP S.A., que a través de Novacero S.A. posee en forma indirecta un 50,9% de propiedad y en forma directa un 11%.

La compañía inició sus actividades en Chile en 1956 y posteriormente, extendió sus operaciones a nivel internacional, con la adquisición de Tasa en Argentina (1995) y Tupemesa en Perú (1996). Las operaciones en Argentina, sin embargo, fueron separadas de Cintac en 2002, tras la severa crisis económica de dicho mercado. De esta manera, actualmente la compañía está constituida por siete empresas, con operaciones principalmente en Chile y en Perú, mercado que es abastecido tanto con la producción local como con importaciones desde Cintac Chile.

Estrategia

La estrategia de la empresa es ser la compañía líder en un mercado altamente competitivo en que el poder de los compradores es relevante. Pilar de la estrategia es la eficiencia operativa y la diversidad en la oferta de productos que mejora la posición competitiva y negociadora con sus clientes. Adicionalmente, la compañía está en la búsqueda de aumentar el valor agregado a través de la innovación en productos, capacitación de usuarios, y fortalecimiento de una unidad integral de conjuntos estructurales, en donde participa directamente con sus clientes en la planeación y construcción de proyectos. Para mejorar eficiencia ha estado desarrollando un plan de excelencia operacional que incluye la optimización en el manejo de inventarios. La estrategia de capturar participación de mercado le ha traído costos altos porque ha ido a todas las licitaciones mejorando la oferta de cualquier competidor. Esto ha traído una erosión en los

márgenes. Los controladores le han manifestado a la administración su exigencia de mejorar su estructura de capital disminuyendo la deuda la cual está principalmente asociada a los inventarios. Como respuesta a esta la estrategia irá incorporando un criterio de rentabilidad que puede implicar perder algo de participación en pos de rentabilidad. Nuevos pasos en optimizar el mix de productos para optimizar el manejo de inventarios. Adicionalmente, potencia la venta a través de Perú (Tupemesa).

Operaciones

La compañía cuenta con operaciones principalmente en Chile, y en Perú a través de Tupemesa, mercado que es abastecido tanto con la producción local como con importaciones desde Cintac Chile. Las filiales más representativas de la compañía son las siguientes:

Cintac S.A.I.C.: Desarrolla la actividad productiva y de comercialización de tubos, perfiles, y sistemas constructivos de acero (Metalcon, Tornaluz y Tubest, entre otros). Metalcon está dirigido preferentemente al sector inmobiliario, es un sistema constructivo para la fabricación de tabiques, cielos rasos y muros estructurales para viviendas. Tornaluz utilizado en aplicaciones arquitectónicas, como celosías de edificios, sombreaderos y quiebra vistas. Tubest, productos dirigidos a la construcción de naves industriales, galpones y el sector comercial de supermercados.

Instapanel: Entre sus líneas de productos se encuentran: los paneles estructurales de acero para naves industriales, comerciales y galpones. Paneles estructurales prepintados con núcleo aislante de poliestireno para frigoríficos, centros comerciales, industrias de procesamiento y conservación de alimentos. Tejas de acero gravilladas y prepintadas. Productos viales como estructuras corrugadas para sistemas de drenaje de caminos, puentes y defensas camineras para soluciones de protección vial en carreteras.

Centroacero: Está enfocado a satisfacer mercados que utilizan el acero como materia prima para elaborar otros productos. Entre los que encontramos la industria metalmecánica en donde se incluyen las empresas fabricantes de línea blanca, calefactores a leña, cerrajería, insumos para la construcción y carrocería, entre otros. Adicionalmente, se incluyen empresas constructoras, de ingeniería y proyectos, y las tradicionales empresas de distribución de acero plano.

Tupemesa: Localizada en Perú, produce y comercializa líneas de tubos, cañerías, perfiles abiertos y ángulos de acero, Metalcon y Tubest.

Características de los Instrumentos

Línea de Bonos

Línea de Bonos 556 (no colocada)	
Fecha de Inscripción	4/11/2008
Monto de la Línea	UF1.500.000
Plazo	10 años a partir del 3/9/2008

El 4 de noviembre de 2008, Cintac S.A. inscribió en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) una línea de bonos bajo el No. 556 por UF 1,5 millones. A la fecha, esta línea no cuenta con emisiones a cargo, no obstante, posee un período de vigencia de diez años.

Historial de Clasificación del Emisor

Fecha	Línea Bonos	Clasificación
20/03/2013	556	A (cl)
20/03/2012	556	A (cl)
28/03/2011	556	A (cl)
05/04/2010	556	A (cl)
31/03/2009	556	A (cl)
09/09/2008	556	A (cl)

Acciones

La clasificación de acciones de Cintac fue ajustada a la baja como consecuencia de la casi nula liquidez experimentada durante el año terminado el 31 de marzo de 2014. A esa fecha, la capitalización bursátil alcanzó USD100 millones (USD205 millones al 28 de febrero de 2013), la presencia llegó a un 1,4% (11%), mientras que los volúmenes diarios promedio transados fueron de USD40 en el último mes (USD38 mil) y USD1.400 en el último año (USD66 mil).

Cintac S.A.	Mar-14	Mar-13	Apr-12
Precio de Cierre (\$)	126	220	240
Rango de Precio (\$) (52 semanas)	120-214	200-299	235-390
Capitalización Bursátil (MMUS\$) (1)	100	205	216
Valor Económico de los Activos (MMUS\$) (2)	218	362	335
Liquidez			
Presencia Bursátil	1.1%	11.1%	32.0%
Volumen Prom. Ultimo Mes (MUS\$)	0.04	38	143
Volumen Prom. Ultimo Año (MUS\$)	1.4	66	65
Pertenece al IPSA	NO	NO	NO
Free Float	16.42%	16.42%	16.42%
Rentabilidad			
Rent. Accionaria (año móvil)	-42.74%	-6.38%	-38.30%
(1) Capitalización Bursátil = Número de Acciones * Precio de Cierre. (2) Valor Económico de los Activos (EV) = Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta. Tipo de cambio al 13/03/2014: 570.84 \$/USD			

Resumen Financiero — Cintac S.A.

USD M (al 31 de Diciembre de 2013)

Rentabilidad	2013	2012	2011	2010	2009
EBITDA	25,021	32,081	42,381	42,582	8,424
EBITDAR	25,021	32,081	42,381	42,582	8,424
Margen de EBITDA (%)	6.9	8.5	11.5	14.7	3.9
Margen de EBITDAR (%)	6.9	8.5	11.5	14.7	3.9
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	2.9	13.9	8.1	21.2	10.9
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	11.7	(6.8)	(9.5)	(6.4)	32.8
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	0.7	8.4	12.9	35.1	(5.4)
Coberturas (x)					
FGO/Intereses Financieros Brutos	1.9	7.7	4.4	15.5	4.7
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	5.2	5.2	7.5	11.7	1.8
EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres)	5.2	5.2	7.5	11.7	1.8
EBITDA/Servicio de Deuda	0.3	0.2	0.4	0.8	0.4
EBITDAR/Servicio de Deuda	0.3	0.2	0.4	0.8	0.4
FGO/Cargos Fijos	1.9	7.7	4.4	15.5	4.7
FFL/Servicio de Deuda	0.5	(0.2)	(0.3)	(0.3)	3.8
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	0.6	(0.1)	(0.1)	0.0	5.4
FGO/Inversiones de Capital	5.2	0.2	(0.4)	0.2	8.1
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Total Ajustada/FGO	14.4	3.5	5.4	1.9	3.8
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA	5.2	5.1	3.2	2.5	9.6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	4.7	4.9	2.8	2.1	5.9
Deuda Total Ajustada/EBITDAR	5.2	5.1	3.2	2.5	9.6
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR	4.7	4.9	2.8	2.1	5.9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3.3	4.1	4.7	6.9	4.8
Deuda Garantizada/Deuda Total	—	—	—	—	—
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0.7	0.8	0.7	0.5	0.2
Balance					
Total Activos	374,237	394,759	345,848	317,661	250,092
Caja e Inversiones Corrientes	12,815	6,536	16,857	17,209	30,552
Deuda Corto Plazo	90,489	124,225	98,761	49,411	14,971
Deuda Largo Plazo	40,034	40,073	36,727	56,166	65,496
Deuda Total	130,523	164,298	135,488	105,577	80,467
Total Patrimonio	178,207	177,452	170,141	159,543	136,133
Total Capital Ajustado	308,730	341,750	305,629	265,120	216,600
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	4,243	41,392	19,196	52,643	16,824
Variación del Capital de Trabajo	52,571	(37,350)	(25,970)	(49,649)	67,970
Flujo de Caja Operativo (FCO)	56,814	4,042	(6,774)	2,994	84,794
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(10,952)	(19,181)	(15,384)	(16,475)	(10,460)
Dividendos	(3,668)	(10,543)	(12,902)	(4,970)	(3,593)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	42,194	(25,682)	(35,060)	(18,451)	70,741
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	42	465	1,083	2,729	3,484
Otras Inversiones, Neto	1,274	385	2,262	2,237	1,819
Variación Neta de Deuda	(33,567)	19,801	36,928	(703)	(60,343)
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	(3,365)	(5,941)	(3,831)	(2,110)	—
Variación de Caja	6,578	(10,972)	1,382	(16,298)	15,701
Estado de Resultados					
Ventas Netas	360,778	378,454	369,031	289,581	215,832
Variación de Ventas (%)	(4.7)	2.6	27.4	63,637.6	(43.6)
EBIT	15,085	22,747	34,032	34,794	(212)
Intereses Financieros Brutos	4,827	6,168	5,682	3,639	4,606
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	1,191	14,622	21,196	28,082	(7,144)

Fuente: Company Report

Categorías de Clasificación de Largo Plazo

Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

'+' o '-': Las clasificaciones entre AA y B pueden ser modificadas al agregar un símbolo '+' (más) o '-' (menos) para destacar sus fortalezas o debilidades dentro de cada categoría.

Categorías de Clasificación de Corto Plazo

Nivel 1 (N1(cl)): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Nivel 2 (N2(cl)): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Nivel 3 (N3(cl)): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Nivel 4 (N4(cl)): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N1(cl), N2(cl), N3(cl).

Nivel 5 (N5(cl)): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Categorías de Clasificación de Títulos Accionarios

Primera Clase Nivel 1: Títulos accionarios que presentan una excelente combinación de solvencia y liquidez bursátil.

Primera Clase Nivel 2: Títulos accionarios que presentan una muy buena combinación de solvencia y liquidez bursátil.

Primera Clase Nivel 3: Títulos accionarios que presentan una adecuada combinación de solvencia y liquidez bursátil.

Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios que presentan una aceptable combinación de solvencia y liquidez bursátil. A modo de aclaración, las acciones clasificadas en Nivel 4 corresponden a compañías que presentan un nivel de solvencia en torno al grado de inversión o una muy baja o nula liquidez bursátil. Asimismo, se clasifican en Nivel 4 aquellas acciones que por haberse comenzado a transar recientemente en Bolsa, cuentan con una historia bursátil inferior a un año.

Segunda Clase Nivel 5: Títulos accionarios que presentan una riesgosa / inadecuada posición de solvencia.

Categoría E: Aquellas compañías que no presentan información suficiente para evaluar su calidad crediticia.

La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las Bolsas de Valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

Las clasificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de clasificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2014 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las clasificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las clasificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las clasificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las clasificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las clasificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.